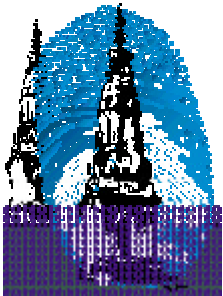


LEFIC

Copenhagen Business School
Solbjerg Plads 3
DK-2000 Frederiksberg



Center for Law, Economics and Financial Institutions at CBS

LEFIC WORKING PAPER 2003-15

Forbudet mod insider handel – en retsøkonomisk analyse ("The Ban on Insider Trading – A Law and Economics Analysis")

Caspar Rose

www.cbs.dk/LEFIC

Forbudet mod insider handel – en retsøkonomisk analyse

7. november 2003

Af Caspar Rose, Ph.D. adjunkt, institut for finansiering, Handelshøjskolen i København.

Artiklen indeholder en diskussion af Værdipapirhandelslovens forbud mod insider handel. Der redegøres for tesen om effektive markeder. Med udgangspunkt i økonomisk teori redegøres for argumenter for et forbud. Der argumenteres for at, at insiderforbudets økonomiske berettigelsen med fordel kan støttes på tesen om effektive markeder. Det er i modsætning hertil blevet gjort gældende i den nyeste børsretlige teori, at den økonomiske teori om effektive markeder ikke er et adækvat grundlag for insider reglerne, og at denne teori bør erstattes af den såkaldte Lemon-teori, formuleret af Akerlof. Artiklen gør gældende, at det ikke er uden problemer at overføre Akerlof's teori til de finansielle markeder, eftersom der ikke tages hensyn til markedets selvregulerende mekanismer, som mindsker problemet med asymmetrisk information. Artiklen afsluttes med en diskussion af de reguleringsmæssige konsekvenser som følge af valg af det økonomiske grundlag for insiderforbudet.

1. Indledning

Drivkraften som stimulerer transaktioner på de finansielle markeder mellem modstående parter er, at parterne er i besiddelse af forskellig information, uanset om den pågældendes information kan siges at være "korrekt" eller ej. Med andre ord, er det ændrede forventninger hos markedsdeltagerne som holder hjulene i gang på kapitalmarkedet. Aktiekursen for et børsnoteret selskab afspejler således de gennemsnitlige forventninger om selskabets fundamentale forhold hos investorerne.

Hvis en markedsdeltager er i besiddelse af kursrelevant information om et givet børsnoteret selskab og markedet endnu ikke er kommet i besiddelse af de samme oplysninger, har "insideren" således en informationsfordel, som enten kan anvendes til at opnå en fortjeneste eller undgå et tab. Tilstedeværelsen af

asymmetrisk information er baggrunden for, at man overhovedet kan tale om insider handel. Teorien om markedssvigt som følge af asymmetrisk information på varemarkeder er veletableret inden for økonomisk teori. Teorien henføres til George Akerlof¹, som var den første til at vise, at markedet i teorien kan bryde fuldstændigt sammen, når køber ikke er i besiddelsen af den samme viden om produktet som sælger.

Jesper Lau Hansen gør i sin doktorafhandling² gældende, at Akerlofs Lemon teori, er en mere adækvat begrundelsen for forbudet mod insider handel end den traditionelle henvisning til tesen om effektive markeder. En (analog) anvendelse af Akerlofs Lemon teori på de finansielle markeder, er imidlertid ikke ganske lige til. Dette skyldes, at markedet i mange tilfælde selv vil kunne afhjælpe problemet med asymmetrisk information på de finansielle markeder vha. af såkaldte screenings og signalerings mekanismer.

Spørgsmålet er om man bør overlade det til markedet selv at "regulere" via prismekanismen eller alternativt via lovgivning forbyde handel på baggrund af intern viden. Selvom den sidste løsning er blevet foretrukket blandt lande med veludviklede kapitalmarkeder er det ud fra en økonomisk betragtning langt fra sikkert, at statslig regulering altid er samfundsøkonomisk efficient, hvorfor man med fordel kan foretage en retsøkonomisk analyse af problemstillingen. Mens angloamerikanske retsdogmatiske fremstillinger inden for børs- og selskabsretten³, i høj grad bygger på retsøkonomiske betragtninger, synes dette i noget mindre grad af være tilfældet uden for de traditionelle Common Law lande⁴. Omfanget af reguleringen af de finansielle markeder er steget ganske betydeligt i EU inden for de sidste snes år. Fokus har især været rettet mod at forbedre børsnoterede selskabers informationsafgivelse til kapitalmarkedet. EU

¹ Jfr. "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, 1970, No. 84, p.488-500.

² Jfr. Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug - en analyse af de centrale elementer i børsrettens informationsafgivelse, 2001.

³ Jfr. Eksempelvis Richard W. Jennings, Harold Marsh, Jr., John C. Coffee, Jr. og Joel Seligman, Securities Regulation, 1998, som indeholder en omfangsrig fremstilling af amerikansk børsret og som starter med en analyse af hvorfor det overhovedet er nødvendigt at regulere børsretten, ofte med udgangspunkt i en diskussion på baggrund af økonomiske argumenter.

⁴ At økonomiske betragtninger også er begyndt at vinde indpas uden for Common law landene ses bl.a. i NOU 1999:3 om Organisering av børsvirksomhet m.m samt Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph und Harald Baum, Börsenreform, Eine ökonomische, rechtvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Schäffer_Poeschel Verlag Stuttgart, 1997.

Kommissionen har ofte hentet inspirationen fra de amerikanske regler på området. Dette gælder også forbudet mod insider handel som EU kommissionen vedtog i 1989, mens insider handel har været strafbart i USA i lang tid efter Securities and Exchange Act Rule 10b-5⁵. EU ønsker at styrke og udvikle det europæiske aktiemarked, der bortset fra Storbritannien er mindre udviklet end det amerikanske. (Karakteristisk for de kontinental europæiske selskabers kapitalfremskaffelse er, at de i langt højere grad anvender bankfinansiering (fremmedkapital) end egenkapitalfinansiering via fondsbørsen).

I præambelen til EU's insider direktiv henvises til ,at baggrunden for indførelsen af forbudet mod insider handel er ønsket om at styrke det indre marked via den indbyrdes tilnærmelse af medlemsstaternes love og administrative bestemmelser. Det afgørende motiv bag direktivet er imidlertid, at Kommissionen ønsker at *sikre tilliden* til værdipapirmarkedet ved at *øge effektiviteten* i markedet. Desuden nævnes, at insider handel kan give visse investorer fordele i forhold til andre, hvilket ifølge Kommissionen kan lægge hindringer i vejen for et velfungerende marked. Præambelen beskriver ikke hvad der menes med et effektivt marked, eller hvorfor man behøver at lovgive på dette område, og ikke lader markedet selv forholde sig til tilstedeværelsen af insider handel.

2. Retsøkonomien som analyseværktøj

Denne artikel anvender retsøkonomien som analytisk metode, hvilket indebærer, at problemstillingen omkring forbudet om insider handel, i særdeleshed spørgsmålet om, hvornår lovgiver bør forbyde insider handel bygger på økonomiske argumenter. Retsøkonomien er endnu kun anvendt sparsomt inden for Nordisk retsvidenskab⁶, hvilket er i klar modstrid med forholdene i Common law lande, især USA.

⁵ Se herom nærmere f.eks. i Jennings m.fl. s. s.

⁶ Retsøkonomien er endnu kun anvendt sparsomt inden for Nordisk retsvidenskab, hvilket er i klar modstrid med forholdene i Common law lande, især USA jfr. f.eks. Per Samulson, Information och Ansvar, 1991 og Caspar Rose, "Essays on Corporate Governance and Finance – a Law and Economics Approach", der indeholder en empirisk statistisk analyse af børns- og selskabsretlige problemstillinger.

Retsøkonomien fokuserer på forskellige reglers evne (eller fraværet af sådanne) til at påvirke folks incitamentet med henblik på at vurdere reglernes efficiens⁷. Når det gælder børs- og selskabsretten synes retsøkonomien at være særlig velegnet⁸. Dette skyldes, at forudsætningerne for den økonomiske analyse, især kravet om fuldstændig rationalitet i langt højere grad er opfyldt inden for disse retsområder.

3. Kort om forbudet mod insider handel

Med Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 blev der indført et forbud mod handel af værdipapirer på baggrund af intern viden samt forbud mod videregivelse af intern viden jfr. direktivets Art. 2 og 3. Direktivet er et minimums direktiv jfr. Art. 6. Det sonderer mellem primære og sekundære insidere, hvor primære insidere er personer, der i kraft af deres stilling har adgang til information om selskabet, mens sekundære insidere er personer, som modtager informationen fra de primære insidere. Direktivet definerer i art. 1 hvad der forstås med intern viden: *viden som ikke er blevet offentliggjort, som er af en præcis karakter og vedrører en eller flere udstedere af værdipapirer eller et eller flere værdipapirer, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på det eller de pågældende værdipapirer.*

Direktivets bestemmelser er gennemført i Danmark i Værdipapirhandelslovens § 34, stk. 1 om forbudet mod køb, salg eller tilskyndelse hertil samt § 35, stk. 1, der vedrører selektiv videregivelse af intern information⁹. De strafferetlige sanktioner er ifølge Direktivet overladt til de enkelte medlemslande.

⁷ Jfr. bl.a. Jesper Lau Hansen, som diskuterer retsøkonomiens positive og normative karakter i Praktisk Anvendelighed af Retsøkonomi - En replik til Thomas Riis, Tidsskrift for Rettsvitenskap 2001, nr. 3 s. 563-567. Jesper Lau Hansen gør gældende, at samfundsvidenskaben aldrig kan gennemføre kontrollerede eksperimenter til verifikation af empiri, som giver et tilfredsstillende svar på om analyserne er korrekte. Der findes dog adskillige eksperimenter, som er bygget op på samme måde, som når psykologer analyserer folks adfærd og som i mange tilfælde bekræfter de økonomiske modeller f.eks. af auktioner. Et klassisk eksempel herpå er John H. Kagel, Ronald M. Harstad and Dan Levin, Information Impact and Allocation Rules in Auctions with Affiliated Private Values: A Laboratory Study, Econometrica 55, 1987 pp.1275-1304.

⁸ Dette anerkendes f.eks. også af Paul Krüger Andersen og Ruth Nielsen, som foretager en analyse af retsøkonomiens retskildemæssige betydning. De argumenter for, at økonomiske betragtninger bør spille en rolle, som en del af formålsfortolkningen og som udfyldning af retskilden forholdets natur jfr. Retsøkonomi og retskildelære, UfR1998.B.476-482.

⁹ Jfr. Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten 2. udg. 2003 og Erik Werlauff, Børs- og Kapitalmarkedsret 2. udg. 2000 samt Peer Schaumburg-Müller og Erik Bruun Hansen, Dansk Børsret, 2. udg. 1996 for retsdogmatiske fremstillinger af forbudet mod insider handel i dansk ret. Se også Jesper Lau Hansen, Nordisk Børsret, 2003 for en beskrivelse af bl.a. insider forbudet i Norden.

Værdipapirhandelsloven bestemmer i § 94, at straffen som udgangspunkt er halvandet år. Er overtrædelsen af køb, salg eller tilskyndelse hertil forsættelig eller af særlig grov beskaffenhed, eller er der begået et større antal forsættelige overtrædelser, kan straffen stige med fængsel indtil 4 år jfr. § 94, stk. 2.

Med det nye direktiv om markedsmissbrug jfr. 2003/6/EF af 28. januar 2003 er der ikke sket afgørende ændringer i Kommissionens begrundelse for insiderforbudet dvs. man ønsker at sikre gennemsigtighed og retssikkerhed på værdipapirmarkedet. Direktivet indeholder nogle mindre ændringer i forholdet til det oprindelige insider direktiv f.eks. at definitionen af intern viden nu udvides til også at omfatte primære markeder samt inkluderer finansielle instrumenter (angående kursmanipulation indeholder direktivet dog en række yderligere konkretiseringer i forhold til tidligere bl.a. i definitionen af kursmanipulation jfr. art. 1).

I modsætning til USA har man i EU valgt at definere, hvad der menes med intern viden. Mens der sjældent hersker tvivl om, hvornår en oplysning er offentliggjort er det mere tvivlsomt, hvad der skal forstås med oplysninger om børsnoterede selskaber, *som kan antages at få betydning for kursdannelsen*. Det sidstnævnte må afgøres konkret og ikke kun ud fra en snæver finansieringsteoretisk betragtning¹⁰.

Forbudet mod insider handel i Sverige blev selvstændig kriminaliseret i 2001 i Insiderstrafflagen (2000:1086), hvor primære insiders handel er reguleret i § 2 og sekundære insiders handel med intern viden i § 3. I modsætning til Danmark, hvor økonomiske argumenter ikke synes at spille en væsentlig rolle ved bedømmelsen om informationen kan antages at påvirke kursen¹¹ tager man i Sverige langt større hensyn til økonomiske betragtninger¹².

¹⁰ jfr. Bl.a. Nis Jul Clausen m.fl. Valutasikring & Insiderhandel – belyst juridisk, finansielt og regnskabsmæssigt, 1996.

¹¹ Jfr. Paul Krüger Anders og Nis Jul Clausen, Børsretten s. 363 om diskussionen af intern viden.

¹² Jfr. Lars Afrell, Håkan Klahr & Per Samuelsson i Jesper Lau Hansens Nordisk Børsret, 2003 s. 194 "Bedömningen får ske utifrån den allmänna tendensen på marknaden och de speciella egenskaper som gäller för den aktuella aktien, främst om dess värde var högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer. En jämförelse bör ske med den normale volatiliteten för den aktie det är fråga om, och även i övrigt de förhållanden som gäller för de specifika aktien. Sagt något forenklet, är det inte nok att markedet reagerer positivt eller negativt på en given meddelelse, da det må krävas att kursreaktionen ligger ud over hvad aktiekursen normalt svinger. Med andre ord beskrives det såkaldte overnormale afkast, der er forskellen mellem det forventede afkast og det faktiske afkast på en given handelsdag, som er anvendt særdeles hyppigt i økonomiske studier jfr. f.eks. afhandlingen af Caspar Rose, 2002.

Forbudet i Norge er kodificeret i Verdipapirhandelloven § 2-1. I bestemmelsen står at oplysningerne skal være "egent til å påvirke kursen" hvorved forstås at; "må man se hen til om en alminnelig fornuftig investor ville tillagt oplysningen vekt ved i sin investeringsebeslutning"¹³.

Sammenfattende kan det siges at forbudet mod insider handel i Norden ikke afviger væsentligt fra hinanden.

4. Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder

Hovedmotivet bag EU Kommissionens direktiv om insider handel er som nævnt at opnå et effektivt marked og dermed sikre tilliden til kapitalmarkedet. Hvad Kommissionen præcist mener med begrebet et *effektivt* marked er imidlertid ikke helt tydeligt. Det engelske udtryk *efficient*, som har en klar økonomisk betydning, har ikke en tilsvarende dansk pendant¹⁴. Ved en efficient tilstand forstås, at man ikke kan forbedre en persons nytte uden at stille en anden part ringere (Pareto optimalitet). Samfundsøkonomisk er en efficient prisdannelsesmekanisme af betydning for allokeringen af ressourcer fra personer med et opsparingsoverskud til personer (dvs. virksomheder) med projekter der giver en positiv nutidsværdi, men mangler kapital. Aktiemarkedet skal foruden at være kanalisator for risikovillig kapital til selskaberne fungere som en organiseret markedsplads således, at der finder en efficient kursfastsættelse sted.

Begrebet efficiente kapitalmarkeder har optage økonomer i adskillige år og kan især tilskrives den amerikanske finansieringsøkonom Eugene Fama, som definerer et efficient kapitalmarked som følgende¹⁵:

"A market which prices always fully reflect all available information is called efficient"

¹³ Jfr. Kristin Normann Aarum s. 155. For en beskrivelse af finsk ret jfr. Matti J. Sillanpää s. 95 og for islandsk ret jfr. A. E. Jonasson s. 118. I islandsk ret tages ikke hensyn til om pågældende insider har opnået en økonomisk gevinst.

¹⁴ Betænkning nr. 1216/1991 om insider handel henviser (om end indirekte) til hensynet om at fremme effektive markeder, hvilket bl.a. indebærer, at man ved Børsreform I indførte et forbud mod videregivelse af intern viden jfr. lov nr. 343 af 6. juni 1991.

¹⁵ Jfr. Eugene Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance 25, 1970 pp. 383-417 samt senere i Efficient Capital Markets II, Journal of Finance, vol. 5, 1991, pp. 1575-1617.

I sagens natur er denne definition meget restriktiv og noget urealistisk, eftersom en nødvendig forudsætning for, at investorer kan købe eller sælge værdipapirer indtil kurserne afspejler al information er, at handelsomkostningerne samt omkostninger til indhentelse af information er nul. En mere realistisk beskrivelse er, at kurserne afspejler den information indtil de marginale omkostninger ikke længere overstiger de marginale fordele¹⁶. Fama sonderer i den forbindelse mellem tre grader af efficiens, som testes ved hjælp af hver sin statistiske metode.

1. *Svag efficiens*, hvilket vil sige at dagens aktiekurs indeholder al historisk information og indsamling med henblik på bearbejdning er således nyttesløst.
2. *Semi-stærk efficiens*, hvilket er ensbetydende med, at aktiekurserne både afspejler al historisk information, men tillige al offentlig information f.eks. i form af årsregnskaber, prospekter, halvårsmeddelelser etc.
3. *Stærk efficiens*, her kræves at aktiekurserne afspejler al information dvs. både historisk, offentligt og såkaldt privat (insider) information.

Efficiens hypotesen medfører, at aktiekurserne (mere præcist afkastet) vil flukturere vilkårligt (stokastisk), da aktiekurserne kun vil reagere på ny information, som definatorisk ikke kan forudsiges, hvilket afspejles i *random walk modellen*. Random walk modellen er en stokastisk proces som genfindes inden for en lang række områder, der allerede blev forbundet med aktiemarkedet i 1953, hvor Maurice Kendal¹⁷ fandt at aktiekurserne opførte sig som om de blev genereret af et roulettehjul. Han påviste endvidere at afkastene var uafhængige af tidligere afkast samt forholdsvis stabile, selvom afkastfordelingen dog ikke blev specificeret. Konsekvensen af at aktiekurserne følger en random walk er at det bedste bud på aktiekursen i morgen er kursen i dag. Modellen er dog ikke i stand til at give en fornuftig økonomisk forklaring på hvorledes prisfastsættelsen på

¹⁶ Michael Jensen formulerer en noget mildere, men mere økonomisk definition: "A market is efficient with respect to a given information set if it is impossible to make profits by trading on the bases of that information set: By economic profit is ment the risk adjusted returns net of all costs". Jfr. Some Anomalouse evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics 6, 1978, pp.95-101.

¹⁷ Jfr. Maurice Kendal, The Analysis of Economic Time Series, Part I. Journal of The Royal Statistical Society, 1953.

aktier genereres. Random walk modellen kræver desuden, at afkastene er uafhængige samt identisk fordelte og hvis dette er opfyldt siges markedet at være efficient i den svage form.

Mens der synes at herske enighed om, at det amerikanske aktiemarked er efficient i den svage form, er der endnu ikke danske undersøgelser, som i tilstrækkelig grad kan belyse, hvor efficient det danske marked er¹⁸.

Konsekvensen af at aktiekursen følger en random walk er, at *tekniske analyser*, hvor man er interesseret i at forudsige ændringer i den fremtidige aktiekurs på baggrund af historiske kursobservationer, er uanvendelige.

Tekniske analyse dækker over en bred vifte af forskellige metoder til at analysere trends og "kanaler" via forskellige charts. En meget anvendt metode er glidende gennemsnit, som er udtryk for den underliggende tendens i udbud og efterspørgsel, når den kortsigtede turbulens er rensset væk.

Ideen er, at man dagligt udarbejder en akties gennemsnitskurs over de sidste antal X-dage, hvorefter man sammenligner denne kurs med dagskursen. Argumentet er, at man har identificeret en stigende trend, når dagskursen er højere end gennemsnittet.

Forudsætningen bag teknisk analyse er, at markedet agerer irrationelt og at kurserne derfor svinger mere end de ud fra deres sande værdier burde gøre, da investorerne i deres adfærd handler følelsesladet og styres af adfærdspsykologiske faktorer. Hvorvidt anvendelsen af teknisk analyse giver et merafkast er tvivlsomt, men de er ikke i stand til at forudsige fremkomsten af pludselige aktiekrak (choks). Heroverfor står den kendsgerning, at hvis mange investorer anvender de samme charts i deres tekniske analyse, *kan* de få ret dvs. charts er selvforstærkende, uanset om de faktisk har ret, men hvis *alle* benytte de samme charts eller den samme analyse, bliver den selvdestruerende!

¹⁸ Jfr. bl.a. Bjarne Graabech Sørensen, En filtertest af danske aktiekurser, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1980. pp.140-148, som afviser at det danske aktiemarked er efficient i den svage form. Frank Thinggaard, H. Lønroth og P. Fredslund, finder dog at, aktiemarkedet reagerer ganske hurtigt på ny information i form af regnskabsmeddelelser jfr. Årsregnskabsmeddelelser og aktiemarkedets effektivitet og dets forventninger, Nationaløkonomisk Tidsskrift, 2000, nr. 138 s. 189-204. Caspar Rose finder også at aktiemarkedet reagerer ganske hurtigt på ny information om indførelsen af incitamentsprogrammer, hvor det vises at indførelsen af aktieoptioner og warrants skaber værdi for aktionærerne, hvilket ikke er tilfældet for meddelelser om indførelsen af medarbejderaktier jfr. Aktiemarkedets reaktion på indførelsen af incitamentsprogrammer, Nationaløkonomisk Tidsskrift, 2001, nr. 139 s. 183-195.

Hovedformålet med de centrale børsretlige bestemmelser er at sikre øget gennemskuelse i markedet, eller med andre ord en højere grad af efficiens. Dette er nødvendigt for at sikre, at der sker en efficient allokering af kapital og dermed i sidste ende sikre den økonomiske vækst i samfundet. Dog er det værd at bemærke, at begrebet efficient allokering af produktionsmidler dvs. kapital og arbejdskraft, er grundlæggende forskellig fra efficiens på de finansielle markeder, der relaterer sig til informationsmæssig efficiens.

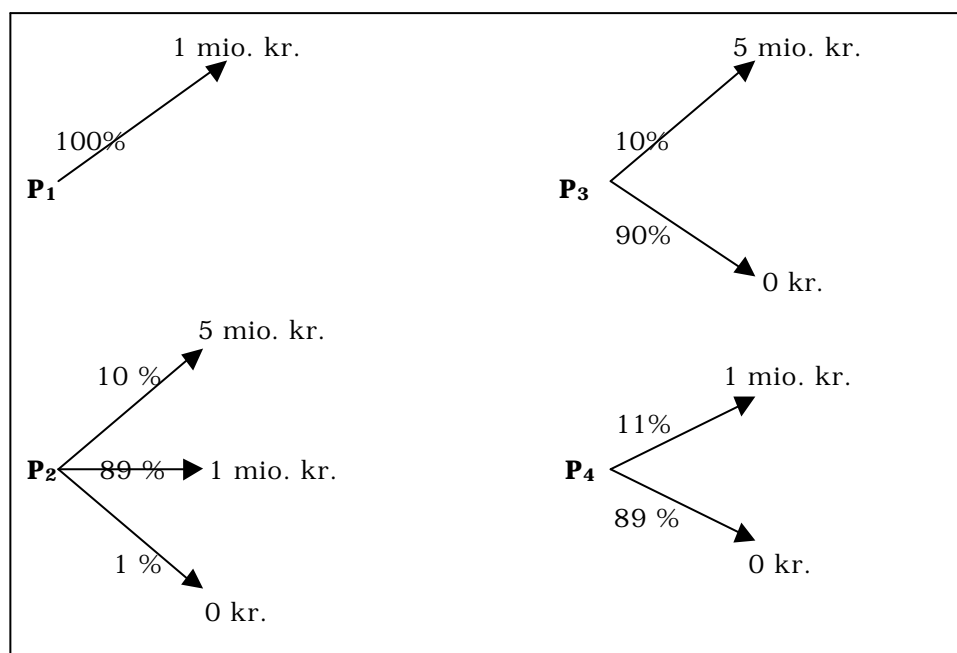
Værdipapirhandelsloven § 27 foreskriver, at et børsnoteret selskab straks skal offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden og som kan antages at få betydning for kursdannelsen. Denne bestemmelse er således med til at styrke aktiemarkedets efficiens i den semi-stærke grad ved at kurserne skal afspejle alle historiske og offentlige oplysninger, som er relevante for kursdannelsen. Formålet med at kræve straks-offentliggørelse er at skabe grundlag for, at investorer, udstedere og handlere kan skabe og nyde godt af et ærligt og gennemskueligt marked.

5. Forudsætningerne bag tesen om efficiente kapitalmarkeder

Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder forudsætter, at investorerne handler *rationelt* dvs. at man maksimerer den forventede nytte for en given usikkerhed og ikke systematisk laver fejl. For at illustrere, at økonomiske agenter nødvendigvis ikke altid er strengt rationelle i deres adfærd, kan man forestille sig at en investor skal vælge mellem 4 alternative investeringsprojekter benævnt P_1 - P_4 , hvor investors nyttefunktion er givet ved $U(\cdot)$.

Figuren viser de fire projekters cash flow med deres respektive sandsynligheder. I valget mellem P_1 og P_2 dvs. valget mellem at modtage 1 mio. kr. med sikkerhed mod at modtage et 1 mio. med høj sandsynlighed kombineret med at modtage henholdsvis 5 mio. kr. og 0 kr. med en lav sandsynlighed, vil de fleste foretrække det første projekt dvs. P_1 til trods for at P_2 har et højere forventet afkast. I projekterne P_3 og P_4 står valget mellem at modtage 5 mio. kr. med en lille sandsynlighed mod at modtage 1 mio. kr. med en lidt højere sandsynlighed.

Figur. Illustration af Allais Paradoks med 4 investeringsprojekter.



Det viser sig ofte, at de fleste mennesker foretrækker P1 frem for P2 samt P4 frem for P3, men dette strider mod antagelsen om at folk nyttemaksimerer og handler rationelt. Hvis P1 er større end P2 fås følgende, hvilket går under betegnelsen Allais Paradoks¹⁹.

Hvis $P1 > P2$, så fås: $U(1 \text{ mio.}) > 0,10 U(5 \text{ mio.}) + 0,89 U(1 \text{ mio.}) + 0,01 U(0)$

Matematisk er dette ækvivalent med,

$$0,11 U(1 \text{ mio.}) + 0,89 U(0) > 0,10 U(5 \text{ mio.}) + 0,90 U(0 \text{ kr.})$$

Højre siden er således identisk med P3 og venstresiden med P4, men dette betyder at $P3 > P4$!

¹⁹ For en beskrivelse se af Allais paradoks og andre brud på ratioanlithetsforudsætningen se f.eks. Jack Hirshleifer og John G. Riley, *The Analytics of Uncertainty and Information*, Cambridge University Press 1997.

Antagelsen om rationelle forventninger er forholdsvis stærk, hvilket også bestyrkes i praksis når man ser på de finansielle markeders adfærd. Grundlæggende er der tegn på at aktiekurserne svinger mere end de fra ud den teoretiske aktiekurs tilsiger, hvor sidstnævnte er defineret som nutidsværdien af de fremtidige forventede udbyttebetalinger.

Der findes modeller som tager hensyn til tilstedeværelsen af "irrationelle investorer", de såkaldte *noise trader modeller*²⁰, som indarbejder noise trader investorernes stokastiske fejl i forventningsdannelsen dvs. de rationelle investorer spekulerer imod dem. Desuden er noise trader modellerne kendetegnet ved at de rationelle investorer ikke kan udnytte irrationaliteten i markedet uden samtidig at løbe flere risici dvs. en form for begrænset arbitrage. Forklaringen på eksistensen af noise traders er de etablerede teories manglende forklaringsevne i forhold til pludselige aktiekrak f.eks. i 1929 og 1987 på Wall Street samt den for høje volatilitet (kursudsving).

Det paradoksale er imidlertid, at det ikke kan udelukkes, at noise traders opnår et højere afkast end den rationelle investor, eftersom rationelle investorer skal have en præmie for at påtage sig risiko (de er med andre ord risikoaverse). Hvis noise traderne er mere optimistiske og dermed ligger inde med en større andel af risikofyldte aktiver, så vil kursen stige, hvilket bevirker, at kursen stiger endnu mere afhængigt af hvor stor en andel noise traderne udgør af de samlede antal investorer²¹. Prisstigningerne medfører derfor, at priserne stiger yderligere, som igen gør at forventningerne stiger dvs. en selvopfyldende profeti i form af "bobler", som i sidste ende kan briste²².

²⁰ Jfr. bl.a. Robert Shiller, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends, American Economic Review 71, 1984 pp. 421-436 sml. også Fisher Black, Noise, Journal of Finance 41, 1986 pp. 529-543 som i øvrigt giver "støj" en positiv egenskab, "Noise makes financial markets possible, but also makes them imperfect".

²¹ Jfr. De Long et al. Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, Journal of Finance 1990 pp. 379-395.

²² Jfr. Jean Tirole, Asset Bubbles and Overlapping Generations, Econometrica 1985. At bobler ikke er noget nyt fænomen kan illustreres med et gammelt eksempel. I Holland opstod der i begyndelsen af det 17. århundrede en handel med tulipanløg, som især var efterspurgt som samlerobjekter af overklassen. Efterhånden blev tulipanløg også genstand for intens spekulation og priserne steg efterhånden til det astronomiske. Samtidig blev der handlet futureskontrakter (aftale om at levere en given mængde tulipanløg til en given pris på et fastlagt tidspunkt i fremtiden) med tulipanløg som det underliggende aktiv, men da boblen sprang i 1636 medførte dette en betydelig depression og regeringen blev derfor nødt til ved lov at annullere alle indgående kontrakter om levering af tulipanløg.

Det er imidlertid værd at bemærke, at man ikke både kan opnå efficient kapitalmarkeder og en høj grad af likviditet. Der er således et *trade-off* mellem likviditet og efficiens²³. Baseret på en matematisk model, kan man vise, at øget transparens fører til øget volatilitet, men samtidig mindsker markedets likviditet²⁴, forudsat at markedet ikke har en betydelig størrelse. Argumentet går noget forenklet ud på, at en højere grad af informationsefficiens via skærpede oplysningsforpligtelser øger præcisionen på værdiansættelsen.

Priserne i ligevægt afspejler imidlertid også udefra kommende "chok". Øget transparens eliminerer noget af usikkerheden fra likviditets handel (spekulation) dvs. graden af "støj" mindskes i markedet. Dette fører til øget prissfølsomhed, som igen mindsker likviditeten i markedet²⁵.

6. De økonomiske argumenter for et forbud mod insider handel

De traditionelle juridiske argumenter for at forbud mod insider handel støttes ofte på betragtninger om gennemskuelse, redelighed og ligelig behandling, mens økonomiske betragtninger ikke synes at have påvirket lovgivningsprocessen²⁶ i Danmark i nævneværdig omfang.

Umiddelbart vil en sælger af en aktie f.eks. solgt til et medlem af det pågældende selskabs ledelse føle sig snydt (unfair behandlet), når sælgeren efterfølgende finder ud af, at køberen besad positiv intern viden om selskabet. F.eks. at selskabet netop har opfundet en pille imod vinterdepressioner, som i Norden må forventes at indbringe en enorm indtjening til selskabet²⁷.

En anden type af information kunne være, at medicinalsselskabet netop har indgået en meget stor ordre til et nyt marked, er de to typer af information

²³ Carsten Tanggaard takkes for fremhævelsen af dette argument samt andre konstruktive kommentarer til artiklen.

²⁴ Jfr. Security Prices and Market Transparency af Ananth Madhavan, Journal of Financial Intermediation 1996, No.5 pp. 255-283.

²⁵ Jfr. også Avanidhar Subrahmanyam, Review of Financial Studies, 1991, 4. pp.417-441, der viser i en model, at øget likviditet medfører en mindre grad af informationsefficiens samt at man ved at tillade en større andel af insider handel, kan øge likviditeten sammenlignet med at analytikerne i stedet øger deres handel.

²⁶ Jfr. Jesper Lau Hansen p.261 ff. om forbudets berettigelse.

²⁷ Jfr. Albert Kyle, Continuous Auctions and Insider Trading, Econometrica 53, 6. pp.1315-1335, som analyserer i hvor grad insideren med privat information kan udnytte sin viden set over tid.

imidlertid jfr. nærmere i det følgende, langt fra identisk i relation til forbundet mod insider handel.

Det stærkeste argument for at håndhæve et forbud mod insider handel er *hensynet til aktiemarkedets efficiens*, hvor elimineringen af privat information hos nogle investorer er nødvendig for sikre en efficient allokering af kapital (sml. definitionen af efficiens af stærk grad, hvor ingen investor er i besiddelse af privat information). Hvis besiddere af intern viden straks offentliggør informationen, vil aktiekurserne i højere grad afspejler al relevant information dvs. selskabets fundamentale forhold. Dette er væsentligt, da virksomhedens kapitalomkostninger dermed kan findes mere præcist. Dette sikrer, at der kun investeres i selskaber som giver en positiv nutidsværdi (skaber merværdi). Dernæst vil aktiemarkedet blive mindre likvidt når insidere har mulighed for at handle. Årsagen er, at kurserne reagerer mere i forhold til uobserverede stokastisk chok, eftersom investorerne er af den opfattelse, at kursændringerne stammer fra informerede investorer med privat information²⁸.

Det er tillige internationalt dokumenteret at håndhævelsen af insider forbudet fører til at egenkapitalomkostningerne falder (mens indførelsen af love, der kriminaliserer insider handel, ikke i sig selv har nogen økonomiske effekt)²⁹.

Set ud fra *corporate governance* betragtninger, er det positivt med en øget juridisk beskyttelse af aktionærene, herunder en beskyttelse mod udnyttelse af handler på baggrund af intern viden. Årsagen er, at den juridiske beskyttelse af aktionærene både styrker og udvikler aktiemarkedet, eftersom investorernes tillid til ledelsen sikres³⁰. En manglende tillid medfører, at investeringsmuligheder identificeret af ledelsen ikke gennemføres, fordi potentielle investorer frygter, at ledelsen vil handle opportunistisk.

Når en insider afhænder sine aktier på børsen til en anonym køber, sker der en værdioverførsel (enten i form af en gevinst eller et undgået tab) mellem parterne (transaktionen er dermed et såkaldt nul-sums spil, da ikke begge parter får noget ud af handlen). Tilstedeværelsen af insidere har endvidere en skadelig moral

²⁸ Jfr. Hayne Leland, Insider Trading: Should it Be Prohibited, *Journal of Political Economy*, 1992, 100 pp. 859-887.

²⁹ Jfr. Utpal Bhattacharya og Hazem Daouk, The World Price of Insider Trading, *Journal of Finance*, 2002, 1 pp.75-108

³⁰ Jfr. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 2000. pp.3-27.

hazard effekt, eftersom det øger spændet mellem købs og salgs kursen på den pågældende aktie (spread)³¹. Dette skyldes at *"the market maker"*, som er en betydelig spiller på aktiemarkedet og som har forpligtet sig til at stille både en købs/salgs pris på de toneangivende aktier ikke kan afgøre om modparten er i besiddelse af intern viden. Af frygt for at undgå et tab på de transaktioner, hvor modparten er i besiddelse af intern viden bliver the market maker nødt til at pålægge alle handlende disse omkostninger, således at spreadet øges. Et øget spread mindsker aktiemarkedets efficiens, hvilket tydeliggør at et forbud mod insider handel hovedsageligt bunder i hensynet til et efficient kapital marked.

Man kan også med udgangspunkt i en *økonomisk analyse af information* argumentere for, at der bør gælde et forbud mod insider handel. Set ud fra en retsøkonomisk betragtning, er det afgørende om den interne viden producere *ny information* eller bare *omfordeler allerede eksisterende viden*. Det er i sagens natur besværligt at foretage en ejendomsretlig beskyttelse af information, da information er omkostningsfuld at producere, men nem at videre distribuere, hvilket i sidste ende skaber et *free rider problem*. Udfordringen er derfor at identificere nogle strukturer, som sikrer, at der produceres tilstrækkeligt med ny information i samfundet (sml. innovation), men at producenten heraf beskyttes, ellers risikeres, at man fratager incitamenterne til at producere ny viden til brug i samfundet.

Information er et *offentlig gode* (public good), som er kendetegnet ved, at forbrug af en person ikke reducerer en anden persons forbrugsmulighed af godet samt at det næsten er umuligt at udelukke ikke betalende personer, som forbruger det pågældende gode. Et offentlig gode er en af flere typer markedssvigt, som kan retfærdiggøre indførelsen af intervention i form af lovregler, da der ellers vil blive *udbudt for få* at disse typer forbrugsgoder.

Hvis informationen ikke skaber ny værdi for samfundet og dermed er af *distributiv karakter*, er et forbud imod insider handel hensigtsmæssigt. Dette kan

³¹ Betegnelsen "Market microstructure" dækker over studiet af børshandelen dvs. hvordan efterspørgslen afspejler sig i priser og handelsmængder jfr. eksempelvis Ananth Madhavan, Journal of Financial Markets 2000, 3 pp.205-258 for en oversigt over market microstructure inkl. effekten af informations og oplysningsforpligtelser på markedsdeltagernes investeringsadfærd. Jfr. også Glosten og Milgrom, Bid, Ask and Transactions prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, 1985, 14, Journal of Financial Economics pp.71-100, der analyserer forskellige faktorer, som påvirker bid-ask spreadet, i særdeleshed market makers problem med adverse selection.

illustreres med den berømte dom³² Laidlaw vs. Organ, 15 U.S. (2 Wheat.) 178 (1815). I krigen mellem England og USA i 1812 havde briterne iværksat en blokade af havnen i New Orleans. Som følge heraf blev prisen på eksport produkter, herunder tobak fra USA presset helt i bund. En person ved navn Organ modtog endnu ikke-offentliggjort information om, at der netop var indgået en fredstraktat og at krigen derfor var slut. Han opfordrede derefter en repræsentant fra selskabet Laidlaw og tilbød ham at købe tobak. Repræsentanten var uvidende om den netop indgåede fredstraktat og som følge heraf blev handelsprisen meget lav. Næste dag blev det offentliggjort i New Orleans, at krigen var slut og prisen på tobak faldt omgående. Retten fastslog, at aftalen ikke var gyldig pga. sælgers vildfarelse (unilateral mistake).

Ud fra økonomisk teori kan afgørelsen forsvares, da der er tale om distributiv information som skaber en forhandlingsfordel til den part, som har informationsfordelen. Kontrakten skabte dermed ikke en velfærdsgevinst f.eks. øget produktion af tobak. I modsætning hertil er *produktiv information* noget som kan anvendes til at skabe mere velfærd jfr. herom i det følgende afsnit. Derfor kan man støtte et forbud mod insider handel i de tilfælde, hvor den interne viden udelukkende er af distributiv karakter, som det var tilfældet med medicinalsselskabet som meddelte, at virksomheden har indgået et stor ordre på levering af selskabets allerede eksisterende medicin.

7. Akerlofs Lemon teori og asymmetrisk information

Det er en velkendt faktum, at når en køber af en ny bil straks efter købet fortryder sit køb og vil sælge den tilbage til forhandleren, så vil forhandleren ikke betale den samme pris. Bilens brugsværdi er ikke faldet, men nu må bilen sælges på markedet for brugte biler, som ikke er så velfungerende som markedet for nye biler.

Årsagen er, at sælgeren af en brugt bil kender bilens kvalitet og tilstand, hvilket ikke er tilfældet af køber, som frygter at købe et sminket lig³³. Med andre ord eksisterer der en *informationsasymmetri* mellem parterne. Dette er også tilfældet

³² Refereret fra Anthony T. Kronman, Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts, 7, Journal of Legal Studies 1, 1978.

³³ Jfr. Akerlofs, The Market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics 89, 1970, pp.488-500.

på de finansielle markeder, hvor investorerne ikke er i besiddelse af den samme information om selskabet som ledelsen.

For at illustrere konsekvenserne af den asymmetriske information på brugtvognsmarkedet kan man konstruere følgende lille model. Antag at q er lig bilens kvalitet, som er fordelt på intervallet $(0,1)$ dvs. den gennemsnitlige kvalitet er $\frac{1}{2}$. Hvis køberne har den samme information som sælger vil prisen, p afspejle kvaliteten dvs $p = q$. I en situation med fuld konkurrence (fravær af monopol) vil køber kun give den gennemsnitlige pris, når han ikke kan vurdere den konkrete bils kvalitet. Derfor er køber kun villig til at give maksimalt $\frac{1}{2}$ for en brugt vogn, selvom sælgeren tilbyder en god vogn, da køber jo ikke kan verificere om bilen rent faktisk er i god stand. Som følge heraf trækker alle sælgere af gode biler sig ud af markedet dvs. dem med en bil bedre en gennemsnittet. Dette betyder, at markedet nu domineres af dårlige biler (lemons) og den gennemsnitlige kvalitet falder nu til $\frac{1}{4}$. Det medfører at sælgere af biler med en kvalitet over $\frac{1}{4}$ (og under $\frac{1}{2}$) trækker sig ud af markedet og sådan fortsætter mekanismen indtil markedet er brudt fuldstændig sammen, hvilket betegnes som *adverse selection*.

Inden for finansieringsteorien er konsekvenserne af asymmetrisk information velstuderet, men det er ingenlunde givet, at man skal lovgive på området, da det i mange tilfælde viser sig, at markedet selv kan fungere uden regler om oplysningsforpligtelser.

Jesper Lau Hansen gør gældende at problemet med asymmetrisk information i børsretten kan undgås ved retlig intervention. Jesper Lau Hansen fremfører, at informationssymmetrien mellem parterne kan undgås ved at tvungen spredning af information dvs. en handlepligt for sælger/udsteder til at oplyse om relevante forhold således at der skabes en informationsparitet³⁴. I modsat fald skal sælger/udsteder bl.a. kunne ifalde erstatningsansvar. Dette forudsætter imidlertid ,at en tredjepart (en domstol) rent faktisk kan *verificere* den sande naturtilstand (state of nature). Hvis dette ikke er tilfældet vil en sådan handlepligt være uanvendelig.

³⁴ Jfr. Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime, 2001, s.15.

Selv hvis man antager, at en tredje part er i stand til at afgøre den sande naturtilstand f.eks. som følge af bevisførelsen, er det langt fra givet at Akerlofs teori kan anvendes på kapitalmarkedet eller giver en dækkende beskrivelse af, hvordan de enkelte markeder fungerer. Markedet for brugte biler er som bekendt ikke brudt sammen i praksis, hvilket skyldes tilstedeværelsen af andre mekanismer blandt markedsdeltagerne, som bevirker, at markedet trods asymmetrisk information ikke bryder sammen, hvilket vil blive illustreret nærmere i det følgende afsnit.

Akerlofs teori kan ikke umiddelbart overføres til kapitalmarkedet, eftersom hans analyse er møntet på varemarkedet, i særdeleshed markedet for unikke (species) varer. I modellen for markedet for brugte biler, blev det vist, at markedet kollapsede og at sælgerne af gode biler ikke ville udbyde deres biler. Modsat markedet for brugte biler vil aktørerne på kapitalmarkedet have stærke incitamenter til at få markedet til at fungere mellem personer på den ene side med et opsparingsoverskud og på den anden side selskaber med behov for kapital, hvilket gør at Akerlofs teori bliver mindre relevant på kapitalmarkedet. Konsekvensen heraf er, at selskaber med sunde investeringsprojekter vil have stærke incitamenter til at skille sig ud fra selskaber med dårlige projekter, således at kapitalmarkedet selv under hensyntagen til tilstedeværelsen af asymmetrisk information, vil kunne fungere tilfredsstillende. Problemet med asymmetrisk information kan endvidere reduceres, når investorerne har mulighed for at tilbyde en palet af kontrakter, hvor valget af kontrakt afslører, hvilken type personen med private information er (dette kaldes screening i den økonomiske jargon).

Det grundlæggende problem er derfor ikke i sig selv tilstedeværelsen af en asymmetrisk information. Det afgørende er om markedet *selv* er i stand til at give parterne med privat information nogle incitamenter (i form af troværdige signaler) som kan adskille de gode typer fra de dårlige typer³⁵ eller at investorerne har mulighed for at tilbyde en palet af kontrakter til personen med privat information.

³⁵ Jesper Lau Hansen, s. 266 argumenterer for, at "Det følger som en logisk konsekvens af Akerlofs Citron teori, at enhver informations asymmetri vil have skadelig effekt på likviditeten".

8. Kan markedet regulere sig selv?

Ved at markedet selv "prisfastsætter" den interne viden i kontraktforholdet mellem direktøren og aktionæren, kan man argumentere for, at dette vil eliminere problemet med asymmetrisk information, således at den af Akerlof's Lemon teori synes mindre adækvat. Argumentet bygger på en *screeningsmekanisme*, som er kendetegnet ved, at den part, som *ikke* besidder privat information kan tilbyde to alternative kontrakter til f.eks. en kommende ansøger til direktørstillingen, således at vedkommende ansøger kommer til at afsløre sin egen type dvs. om ansøgeren er en god eller dårlig type. Man kunne også illustrere argumentet ved hjælp af en signaleringsmodel, hvor det er personen med privat information, som afsender et signal til modtageren, som de dårlige typer ikke har råd til at sende³⁶. Antag således, at der kun findes to typer af ansøgere til en direktørstilling, henholdsvis gode og dårlige direktører, men at ejeren (principalen) ikke kan observere hvilken type direktøren rent faktisk er. Sandsynligheden for at en dårlig type kommer i besiddelse af intern viden f.eks. om udviklingen af nye og profitable produkter er mindre end for de gode typer. Antage at sandsynligheden for at de gode typer opnår positiv intern viden er 90 %, mens de dårlige typer kun har 10 % chance for at opnå den tilsvarende positive viden.

Ved at tilbyde to kontrakter de to ansøgere kan vælge imellem afslører de deres egen type således at informationsasymmetrien elimineres. Betragt to typer af kontrakter benævnt henholdsvis kontrakt A og B. Kontrakt A tilbyder direktøren at udnytte privat information men ingen fast gage. I modsætning hertil tilbyder kontrakt B en fast gage på ½ mio. kr. men med et forbud mod at handle på baggrund af intern viden. For at forenkle illustrationen antages det, at insider handel kan verificeres og observeres og udgør en værdi på 1 mio. kr. Når den dårlige type skal arbejde påføres han en ulyst svarende til 400.000 opgjort i kr. mens ulysten er mindre for den gode type svarende til 200.000 opgjort i kr. For at

³⁶ Et klassisk eksempel på en signaleringsmodel er nobelprismodtageren M. A. Spence model, Job Market Signaling, Quarterly Journal of Economics, 87, 1973 pp. 355-374, som formulerer en model, hvor uddannelse fungerer som et signal om en jobansøgers kvalifikationer (vedkommendes type). Pointen er, at da det er forbundet med for meget ulyst for de dårlige typer at tage en uddannelse, så er det kun de gode typer der vil uddanne sig. Arbejdsgiveren kan således straks adskille de gode typer fra de dårlige typer ved at se, om de har taget en uddannelse. Det bemærkes, at det at tage en uddannelse ikke i modellen i sig selv øger en persons kvalifikationer, men derimod udelukkende bruges til at sortere de to typer fra hinanden.

simplificere forholdet, antag endvidere, at begges reservationsnytte (dvs. det de kan tjene uden for kontraktforholdet er nul).

Hvilken type af kontrakt vil de to typer af ansøgere til direktørstillingen vælge?

For at typerne skal afsløre sig selv kræves for det første, at det bedre kan betale sig for de gode typer at acceptere kontrakt A end kontrakt B samt at det bedre kan betale sig for de dårlige typer at acceptere kontrakt B end A, hvilket kan formuleres matematisk ved hjælp af 2 uligheder. Nytte for den gode type af kontrakt A betegnes $EV_G(A)$, mens nytten af kontrakt B for den gode type betegnes som $EV_G(B)$. Nytten for de dårlige typer af kontrakt A betegnes $EV_D(A)$ mens de opnår $EV_D(B)$ ved at acceptere kontrakt B dvs.

$$EV_G(A) > EV_G(B) \quad (1)$$

$$EV_D(B) > EV_D(A) \quad (2)$$

Ved indsætning af de respektive værdier fås.

$$0,90(1 \text{ mio.} - 200.000) + 0,1(0 - 200.000) > 500.000 - 200.000 \quad (1)$$

$$500.000 - 400.000 > 0,1(1 \text{ mio.} - 400.000) + 0,9(0 - 400.000) \quad (2)$$

Som kan reduceres til:

$$700.000 > 300.000 \quad (1)$$

$$100.000 > -300.000 \quad (2)$$

Det ses at de to kontrakter opfylder betingelser, således at de gode typer vil vælge kontrakt A mens de dårlige typer kontrakt B (den mindste faste løn som tilfredsstiller de to uligheder er 401.000 når den forventede nytte for de dårlige typer skal være positiv). Problemet med den asymmetriske information er nu elimineret, men hvis lovgiver per se forbyder anvendelsen af intern viden kan parterne jo i sagens natur ikke tilbyde to forskellige kontrakter. Modellen viser, at det ikke altid er hensigtsmæssigt at forbyde insider handel og dermed ikke lade markedet "regulere sig selv" ved at parterne har mulighed for at indgå frivillige aftaler. Tvungen spredning af information er derfor ikke nødvendigvis et mål i sig

selv og det er således ikke givet, at det finansielle marked vil bryde sammen som følge af informationsasymmetrien.

Jesper Lau Hansen afviser, at insider forbudets berettigelse bør bygge på loyalitetshensyn eller ønsket om at fremme en informationsparitet. I stedet er hensynet til markedets funktion og likviditet afgørende og den retlige intervention i form af forbudet mod insider støttes som nævnt på Akerlofs Lemon teori. Jesper Lau Hansen gør endvidere gældende (s. 262 ff.), at der ikke gør sig forhold gældende på kapitalmarkedet, som skulle begrunde en afvigelse fra *disse almindelige principper om markedsforhold* (egen fremhævelse). Dette er imidlertid ikke afgørende, eftersom agenterne på kapitalmarkedet vil have stærke incitamenter til selv at udforme screenings -og signaleringsmekanismer, der vil mindske problemet med asymmetrisk information.

Begrunder man en retlig intervention med henvisning til Akerlofs Lemon teori, er der, som eksemplet viser, en nærliggende risiko for, at man overser, at kapitalmarkedet i mange situationer selv kan håndtere tilstedeværelsen af asymmetrisk information. På baggrund af disse betragtninger synes det således at være tvivlsomt, om Akerlofs lemon teori, der forudser markedets kollaps, kan anvendes som det teoriøkonomiske fundament for forbudet mod insider handel.

På baggrund heraf, synes tesen om effektive kapital markedet mere velegnet, ikke bare fordi den eksplicit forholder sig til kapitalmarkedet (og ikke kan overføres til fysiske varemarkeder, men også fordi indarbejdelsen af ny relevant information er det centrale fundament i tesen. Børsrettens hensyn til gennemsigtighed stemmer ligeledes overens med tesen om effektive markeder, da hensigten at udforme børsretten således, at aktiekurserne i videst mulig omfang afspejler al kursrelevant information. Dette sikrer tilliden til markedet, ikke bare for den professionelle investor, men for alle markedsdeltagere som helhed.

Som vist foran bygger tesen om effektive markeder på en lang række strikte forudsætninger, der sjældent er opfyldt fuldstændigt i praksis. Men som enhver anden økonomisk teori, er det afgørende, om teorien giver en rimelig beskrivelse af menneskelig handlinger, og dermed kan bruges som prediktor for fremtidige økonomiske valg.

9. Reguleringsmæssig konsekvenser

Afvises Akerlofs lemon teori som det økonomiske fundament og anvendes i stedet tesen om effektive markeder, afstedkommer dette en række fortolkningsmæssige konsekvenser i forhold til den gældende børsretlige regulering, som afslutningsvis skal nævnes kort. Med støtte i Akerlofs lemon teori gør Jesper Lau Hansen gældende, at der ved et forbud mod udnyttelsen af en informationsasymmetri må ske en afvejning mellem to grundlæggende hensyn om *eksklusivitet* og *spredning* af information³⁷. Til indkredsning af den relevant informationssymmetri lægges vægt på, om informationen er *monopolistisk*, herunder om den informerede part var vidende om informations monopolistiske karakter samt endelig om informationen er bestemmende.

I modsætning til tesen om effektive markeder fører anvendelsen af Akerlofs Lemon teori til, at man ikke kan betragte markedet under ét. Således nævner Jesper Lau Hansen³⁸, at man i forholdet mellem de professionelle investorer på den ene side og den læge investor på den anden, må acceptere selv store informationsasymmetrier. Herved lægges en betydelig vægt på hensynet til eksklusivitet, som ikke i samme grad genfindes, hvis man afviser Akerlofs lemon teori. Tesen om effektive markeder støtter i højere grad, kravet om spredning af information samt tager mere hensyn til lighedsbetragtninger, da besiddelse af "privat" information mindsker markedets effektivitet og som tidligere nævnt er direkte skadelig for markedets funktion sml. eksempelvis the market makers adverse selection problem.

Det er et velkendt faktum, at udstedere jævnligt afholder møder med indbudte finansanalytikere og professionelle investorer - de såkaldte investormøder. Her kan der imidlertid være en risiko for, at en udsteder, måske utilsigtet, kommer til at afsløre ikke offentlig information under sådanne møder, hvilke kan give de fremmødte en informationsfordel.

Selvom både Akerlofs lemon teori og tesen om effektive markeder bygger på hensynet til markedet, lægges vægten hos sidstnævnte i højere grad på hensynet

³⁷ Jfr. Jesper Lau Hansen, s. 276.

³⁸ Jfr. s. 263.

til markedet som helhed (som institution). Hovedformålet bag tesen om effektive markeder er at sikre informationsmæssig transparens i videst mulig udstrækning, og i mindre grad sikre hensynet til eksklusivitet, hvilket bunder i hensynet til indhentelse og bearbejdning af information.

Forskellen mellem Akerlofs lemon teori og tesen om effektive markeder kan illustreres med udgangspunkt i definitionen af intern viden i Værdipapirhandelsloven § 34, stk. 2, der i Danmark ikke kræver at oplysningerne, hvis de kom frem, kan antages at påvirke kursen væsentligt – kun at kursen ex ante må forventes at kunne påvirkes³⁹. Jesper Lau Hansen diskuterer, hvorvidt man med udgangspunkt i Akerlofs teori kan indfortolke et væsentlighedskrav⁴⁰. Jesper Lau Hansen gør gældende, at informationen skal være monopolistisk og væsentlig, hvilket fastlægges efter en typificeret betragtning. Endvidere gøres gældende, at væsentlighedskriteriet afhænger af, om informationen ud fra en konkret vurdering, herunder på baggrund af den øvrige tilgængelige information, ville påvirke en *fornuftig investors* (egen fremhævnings) opfattelse af værdiansættelsen. Hvis den enkelte information kan forrykke det samlede billede, er den væsentlig, uanset den potentielle kurspåvirkning⁴¹.

I fortolkningen af væsentlighedskravet fører anvendelsen af den efficiente markedshypotesen ligeledes til, at der ikke skal være krav om, at der rent faktisk sker en efterfølgende kursreaktion ex post. Desuden kan man ikke støtte et væsentlighedskrav på baggrund af tesen om effektive markeder, eftersom tesen kun opererer med et krav om, at al tilgængelig (available) information afspejles i kursen og f.eks. ikke operer med begreber som al relevant information.

I modsætning til Akerlofs lemon teori, er det ikke afgørende om informationen kan karakteriseres som monopolistisk eller ej, når man lægger tesen om effektive markeder til grund. Ifølge Jesper Lau Hansen er den retlige kvalifikation bag monopolistisk information, om en fornuftig investor i markedet kunne have tilegnet sig informationen, hvor fornuftig sigter til professionelle aktører. Tesen

³⁹ I modsætning hertil indeholder Værdipapirhandelslovens § 27 at krav om væsentlighed, da bestemmelsen foreskriver at, udsteder straks skal offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden og som kan antages at få betydning for kursdannelsen for værdipapirene.

⁴⁰ Jfr. Jesper Lau Hansen, 279 ff.

⁴¹ jfr. Jesper Lau Hansen, s. 328.

om effektive markeder tager ikke udgangspunkt i en bonus pater investor. I stedet anerkendes, at markedet består af investorer, der adskiller sig fra hinanden hvad angår deres grad "professionalisme" som investorer.

Dette indebærer, at man i relation til begrebet intern viden i § 34, stk. 2 *ikke* skal lægge vægt på om, en professionel investor vil tillægge den pågældende oplysning værdi i vedkommendes værdiansættelse af selskabet. Accepteres tesen om effektive markeder, er det relevante spørgsmål, om markedet som helhed dvs. om markedsdeltagerne under ét vil tillægge oplysningen værdi dvs. om markedet får et mere præcist estimat for selskabets værdi. Anvendelsen af standarden "en fornuftig investor" kan endvidere være mindre hensigtsmæssig, eftersom der selv mellem såkaldte professionelle investorer er stor uenighed om, hvad en aktie er værd, således at begrebet en "fornuftig investor" ikke er operationelt.

10. Afsluttende bemærkninger

Forskelle i forventninger hos investorerne er drivkraften bag handlen på de finansielle markeder, men når en investor handler på baggrund af intern viden har de fleste lande valgt at kriminaliseret dette, typisk ud fra den betragtning, at det svækker tilliden til markedet og endvidere er unfair.

Ud fra et ønske om at fremme kapitalmarkedets efficiens, er et forbud mod insider handel velbegrundet, da informationerne i højere grad afspejler sig i aktiekursen og dermed i sidste ende sikrer en optimal kapitalallokering. Hypotesen om efficiente kapitalmarkeder forudsætter dog, at investorerne handler rationelt.

Jesper Lau Hansen gør gældende at Akerlofs Lemon teori er et mere adækvat paradigme for forståelsen af og retsanvendelsen af insider reglerne. Akerlofs teori betoner problemet med tilstedeværelsen af asymmetrisk information, men parterne på de finansielle markeder vil have stærke incitamenter til selv at mindske problemet med asymmetrisk information. Det vises, at når markedet selv har mulighed at tilbyde forskellige kontrakter til forskellige typer af agenter, så vil problemet med asymmetrisk information reduceres betydeligt via såkaldte signalerings eller screeningsmekanismer. Forudsætningen bag anvendelsen af

Akerlofs Lemon teori synes derfor i mindre grad at være opfyldt på aktiemarkedet, hvilket medfører, at tesen om effektive markeder, ud fra en økonomisk betragtning, ikke kan afvises.

I fortolkningen af insider reglern, i særdeleshed af begrebet intern viden, adskiller Akerlofs Lemon teori sig fra tesen om effektive markeder. Det afgørende er ikke om en fornuftig investor vil tillægge en oplysning værdi, sådan som Jesper Lau Hansen gør gældende, men derimod om markedet som helhed vil tillægge oplysningen værdi. Desuden støtte tesen om effektive markeder ikke, at der indfortolkes et væsentlighedskrav i begrebet intern viden. I bedømmelsen af, hvorvidt en oplysning kan karakteriseres som intern viden, fører anvendelsen af tesen om effektive markeder til, at man bør inddrage oplysningens mulighed for informationsspredning og i mindre grad på, eksklusivitet.

